

房地产

2012 年 中报点评

2012 年 08 月 23 日

相关研究：

《2011 年业绩基本符合预期》  
(2012 年 1 月 10 日)

《2012 年业绩完全锁定 负债水平  
略降》(2012 年 04 月 06 日)

分析师：平海庆

执业证书编号： S0760511010003

电话：010-82190365

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

联系人：

张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

孟军

电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 保利地产 (600048)

业绩符合预期 目前估值合理

增持

下调

公司研究/点评报告

投资要点：

① **销售收入同比增长 27.47%**。2012 年上半年公司实现销售面积 437.83 万平方米，同比增长 28.43%；销售金额 502.96 亿元，同比增长 27.47%。公司上半年销售面积和销售金额同比均实现大幅增长，一方面是上半年全国房地产市场销售回暖所致，另一方面和公司的销售策略有关，上半年公司中小户型住宅销售占比超过 90%，另外公司商业物业整售近 40 亿。

② **结算收入同比增长 55.4%**。上半年公司实现营业收入 201.83 亿元，同比增长 32.86%；净利润 25.11 亿元，同比下降 10.16%。其中房地产实现结算面积 181.89 万平方米，同比增长 10.15%；实现结算收入 191.21 亿元，同比增长 33.21%。公司上半年净利润下滑主要原因为少数股东权益（占 22.86%）占比较大。

③ **结算毛利如期下滑**。上半年公司结算均价 10512 元/平，同比上升 20.45%；毛利率为 39.27%，同比下降 3.24 个百分点；净利率为 16.12%，同比下降 2.76 个百分点。毛利率下降一方面和公司结算结构有关，另外也劳动力成本上升、销售价格波动等方面原因。

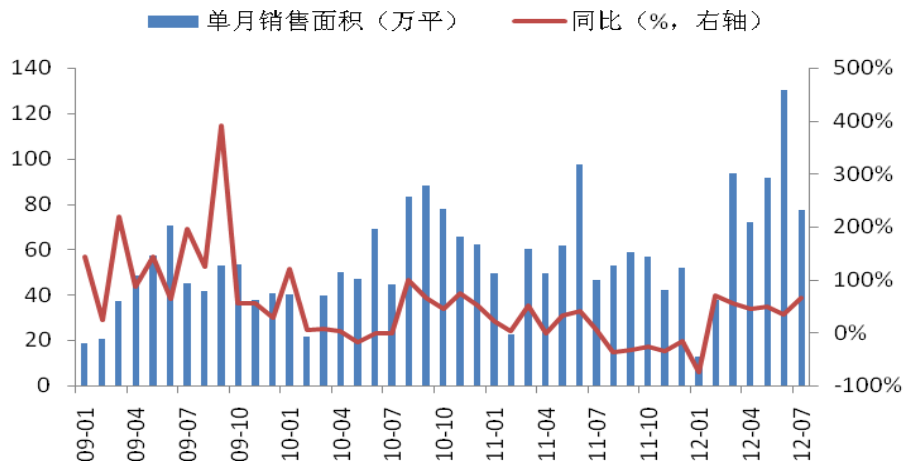
④ **期间费用略有上升**。上半年公司期间费用率为 6.74%，同比上升 1.9 个百分点，其中财务费用率上升 1.36 个百分点，财务费用率上升主要为上半年公司不符合资本化条件的借款利息大幅增加所致。

⑤ **财务状况稳健**。上半年末，公司资产负债率为 79.64%，较年初增加 1.11 个百分点。扣除预售款后公司资产负债率为 41.14%，较年初下降 0.92 个百分点。上半年末，公司短期有息负债为 187.36 亿，公司拥有货币资金 251.88 亿，不存在短期偿债压力。

⑥ **盈利预测和投资评级**：预计公司未来三年净利润分别为 85.53 亿、107.52 亿、139.3 亿，每股收益分别为 1.2 元、1.51 元、1.91 元。按 8 月 22 日公司收盘价 9.49 元，公司未来三年 PE 分别为 8x、6x、5x，估值低于行业平均水平。绝对估值方面，公司当前 RNAV 为 12 元/股，按 8 月 22 日股价折让 20.92%，考虑到 RNAV 估值一般都有 15%-20%的折让比例，我们认为公司目前估值处于相对合理区间。综合以上分析，我们将公司评级下调至“增持”。

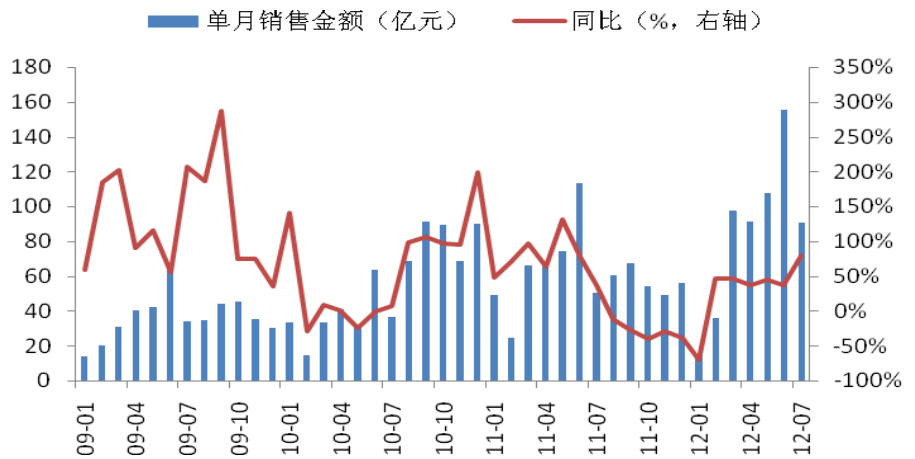


图 1：单月销售面积



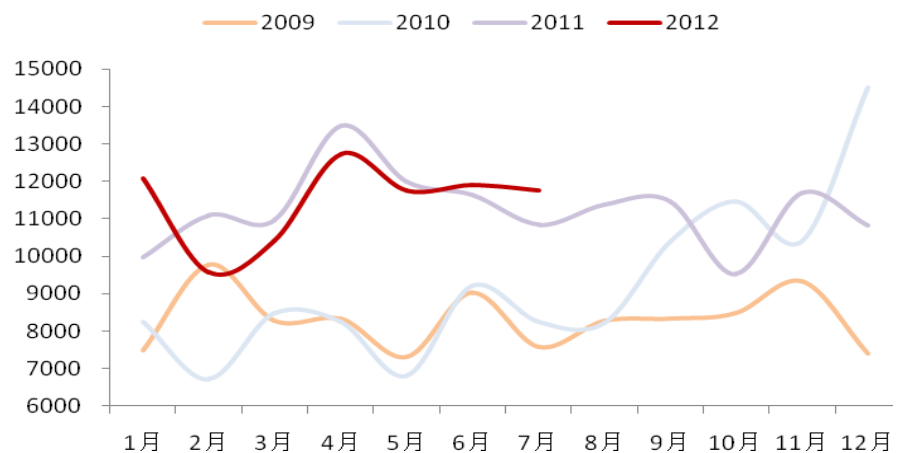
数据来源：山西证券研究所

图 2：单月销售金额



数据来源：山西证券研究所

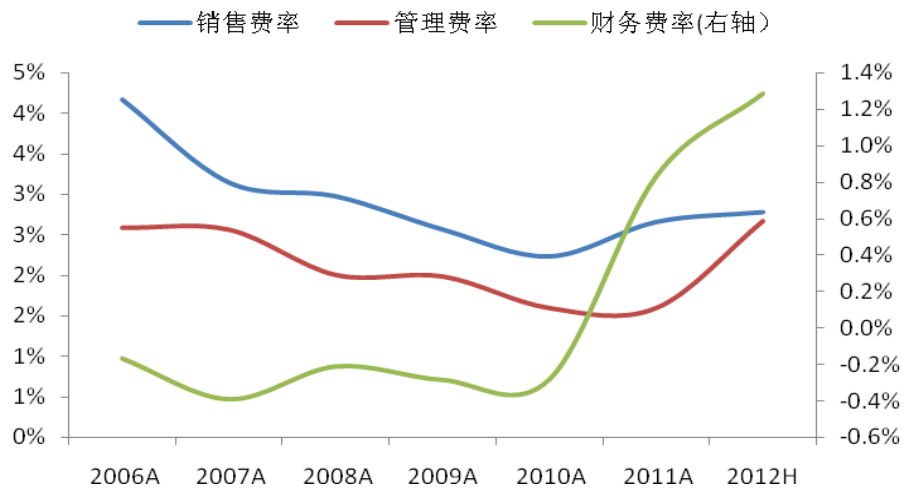
图 3：单月销售均价



数据来源：山西证券研究所

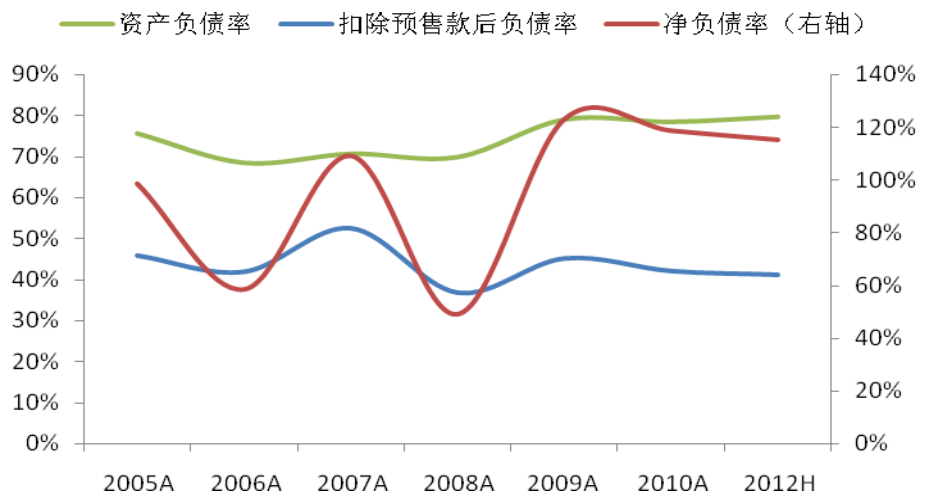


图 4：公司期间费用率



数据来源：山西证券研究所

图 5：公司负债水平



数据来源：山西证券研究所



表 1: 未来 3 年盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	35,894.12	47,036.22	60,014.83	76,128.82	98,495.46
营业成本	23,645.48	29,536.80	37,809.34	47,846.96	61,904.40
营业税金及附加	3,584.21	5,073.38	6,349.57	8,054.43	10,420.82
销售费用	802.84	1,252.53	1,608.40	2,040.25	2,610.13
管理费用	572.54	750.33	1,080.27	1,370.32	1,772.92
财务费用	-102.42	390.27	487.32	618.17	799.78
资产减值损失	9.00	50.62	12.74	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	42.00	-18.19	198.68	0.00	0.00
营业利润	7,424.46	9,964.09	12,865.88	16,198.69	20,987.41
加: 营业外收入	30.21	154.07	36.59	0.00	0.00
减: 营业外支出	50.09	44.07	16.83	0.00	0.00
利润总额	7,404.57	10,074.09	12,885.64	16,198.69	20,987.41
减: 所得税	1,899.30	2,706.89	3,221.41	4,049.67	5,246.85
净利润	5,505.28	7,367.20	9,664.23	12,149.02	15,740.56
减: 少数股东损益	585.29	836.25	1,111.39	1,397.14	1,810.16
归属于母公司净利润	4,919.98	6,530.95	8,552.84	10,751.88	13,930.40
总股本	4,575.64	5,948.33	7,137.99	7,137.99	7,137.99
每股收益(元)	1.08	1.10	1.20	1.51	1.95

数据来源: 山西证券研究所

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。